2020 年 09 月 01 日

行业分析

证券研究报告

商贸零售

医美产业链深度剖析之二：医美填充翘楚面面观

投资评级 领先大市-A

维持评级

华熙生物、爱美客和昊海生科均为医美填充市场份额靠前的国产企业。在医美渗透率全面提升、国产技术不断精进、行业发展如火如荼的大背景下，各家优势在哪？谁有望抢占行业风口，摘得头魁？本文从多角度对比三家公司医美业务，试图做出解答。

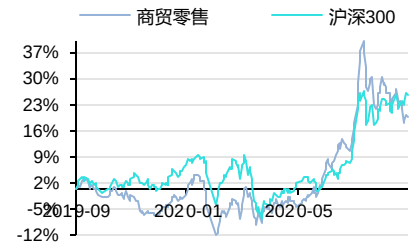
■业务总览：华熙自上而下降维打击，昊海横向铺开，爱美客专注 HA 填充。华熙以透明质酸为主线自上而下切入透明质酸填充剂市场，坐拥上游原材料优势，医疗线涉及透明质酸填充剂、皮肤保护剂、修复动能素等产品，目前营收占比 26%左右；昊海生科眼科、骨科、整形美容等四大板块齐头并进，透明质酸填充剂为其 2019 年营收占比 19%的整形美容与创面护理业务板块产品之一；爱美客深耕医美填充剂市场，营收占比 99%以上。医美板块皆是三家公司未来重点发展方向之一，华熙和爱美客在营销方面有较为明确的布局。

■医美业务：华熙围绕纯玻尿酸产品深度布局，爱美客，昊海渠道协同。在行业 CAGR30%+的前提下，2018 年爱美客、昊海生物和华熙生物分别占据 8.6%、7.2%和 6.6%的市场份额，相差不大。从产品线来看，华熙生物和爱美客产品线更为丰富。华熙生物产品专注于目前市场接受度更广的纯玻尿酸产品（非纯玻尿酸加入纤维素等成份，维持时间更长，但纤维素等成份无法全部被人体降解吸收，目前市场上主流填充剂主要为纯玻尿酸填充剂），5 款填充剂覆盖单相/双相、含麻/不含麻、大众/中高端市场，还布局肉毒素领域后续有望进一步加强协同作用。爱美客产品线涉及纯玻尿酸、非纯玻尿酸和复合玻尿酸几种类型，昊海目前有 3 款纯玻尿酸产品；从生产端看，华熙原料满足自产同时对外销售，成本端具备优势，且产能布局为三家之首（产业园项目布局 10000 万支/年针剂类产品），爱美客原料均为外购，昊海目前主要自产；从销售端看，昊海生科的医美渠道能与其他医疗业务起到一定的协同作用，直销占比较高；其他两家近两年来在营销方面更注重，其中华熙经销为主（营收占比 60%+），2019 年调整营销团队，医疗线取得 50%的增速；爱美客的经销占比稳步提升，从 2016 年的不到 20%提升至 2019 年的 36%，带动销售额快速增长。

■财务：毛利率皆处高位，华熙生物体量最大，爱美客医美线规模及增速最高。从公司体量看，在 C 端快速放量带动下，华熙生物 2019 年营收（18.9 亿）和业绩（5.9 亿）赶超昊海生物居三家第一。就 HA 注射剂而言，爱美客的体量（2019 年营收 5.6 亿）和增速（2019 年增速 74%）最高。相关产品毛利率大致处 70%-90%区间，因爱美客生产复合玻尿酸产品，毛利率最高（90%以上）。从费用率看，华熙生物发力 C 端，

首选股票		目标价	评级
688363	华熙生物	166.00	买入-A
688366	昊海生科	76.95	增持-A

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	3.35	-2.97	-23.25
绝对收益	5.93	18.30	3.51

刘文正 分析师
SAC 执业证书编号：S1450519010001
liuwz@essence.com.cn
021-35082109

杜一帆 分析师
SAC 执业证书编号：S1450518080002
duyf1@essence.com.cn
021-35082088

陈京 报告联系人
chenjing7@essence.com.cn

相关报告

7 月社零多数消费品环比小幅回落，御家汇中报披露经营积极改善 2020-08-16

7 月社零降幅继续收窄，暑期淡季多数消费品环比小幅回落耐用品表现较好 2020-08-16

疫情影响逐步消减，彩妆、百货经营改善 2020-08-09

永辉回购云创，零售行业继续看好四条主线 2020-08-02

电商直播风头正盛，珠宝行业迎风起舞 2020-08-02

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

销售费用率有所提升。爱美客销售费用率较低，同时注重研发，研发费用率最高。

■**投资建议：**华熙生物为全球玻尿酸原料龙头企业，并以透明质酸为主线延伸上下游布局，医美板块产品线丰富，且近年来发利营销，继续重点推荐！爱美客专注于医美领域，透明质酸产品线不仅有纯玻尿酸产品，在复合玻尿酸和非纯玻尿酸领域独具风骚，且积极布局埋线和童颜针，近年来增速和规模大幅提升；昊海生科深耕医疗业务，医美渠道可与其他业务起到一定协同作用，渠道基础更好，也有更多产品线布局，建议关注爱美客、昊海生科。

■**风险提示：新技术替代风险；经销商管理风险；行业监管风险等。**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 业务总览：华熙自上而下，昊海横向铺开，爱美客深耕 HA 填充 5
2. 医美业务：技术各有千秋，华熙&爱美客产品丰富，昊海渠道协同 8
2.1. 产品线：爱美客和华熙产品线布局更为丰富，三家均有扩品类规划 8
2.2. 生产：华熙原料全为自产，产能布局最多 11
2.3. 销售：华熙经销维持高位，爱美客经销占比缓慢提升，昊海依托原有渠道 12
2.4. 小结：华熙和爱美客产品线更强，昊海渠道资源更丰富 13
3. 财务对比：华熙生物体量最大，爱美客医美线增速最高 14
4. 投资建议 18
5. 风险提示 18

图表目录

图 1：华熙生物 2019 年各业务营收及占比（单位：万元） 5
图 2：昊海生科 2019 年各业务营收及占比（单位：万元） 5
图 3：爱美客 2019 年各业务营收及占比（单位：万元） 5
图 4：我国透明质酸填充剂渗透率较低（2014 年） 8
图 5：玻尿酸填充市场正品占比不到 30%（单位：ml） 8
图 6：2018 年我国透明质酸填充销量市场竞争格局 8
图 7：2018 年我国透明质酸填充销售额市场竞争格局 8
图 8：玻尿酸产品销售渠道占比 12
图 9：营业收入对比（单位：亿元） 14
图 10：营业收入 YoY 对比 14
图 11：归母净利润对比（单位：亿元） 14
图 12：归母净利润 YoY 对比 14
图 13：玻尿酸填充产品营业收入对比（单位：亿元） 14
图 14：玻尿酸填充产品营业收入 YoY 对比 14
图 15：毛利率对比 15
图 16：归母净利率对比 15
图 17：玻尿酸填充产品毛利率对比 16
图 18：销售费用率对比 16
图 19：管理费用率对比 16
图 20：研发费用率对比 16
图 21：财务费用率对比 16
图 22：应收账款周转率对比 17
图 23：存货周转率对比 17

表 1：三家公司整体业务对比 6
表 2：未来发展方向对比 7
表 3：各公司医美产品线布局 9
表 4：各公司注射用透明质酸钠产品对比（FY2019） 9
表 5：各公司注射用透明质酸钠产品对比（续） 9
表 6：交联技术各具特色 10
表 7：其他应用于医美产品的核心技术对比 10
表 8：研发团队和投入情况对比（FY2019） 10

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

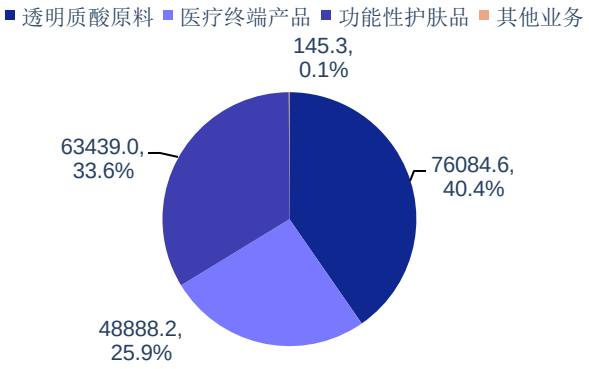
表 9：各公司医美业务未来发展方向及进展情况.....11
表 10：玻尿酸产品主要原材料取得方式对比.....11
表 11：玻尿酸产品主要原材料采购价格对比.....11
表 12：玻尿酸产品产能情况对比.....12
表 13：销售渠道对比.....12
表 14：营销手段对比.....13
表 15：医美业务的竞争优势对比.....13
表 16：行业核心标的估值（数据截至 2020 年 9 月 1 日）.....18

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 业务总览：华熙自上而下，昊海横向铺开，爱美客深耕 HA 填充

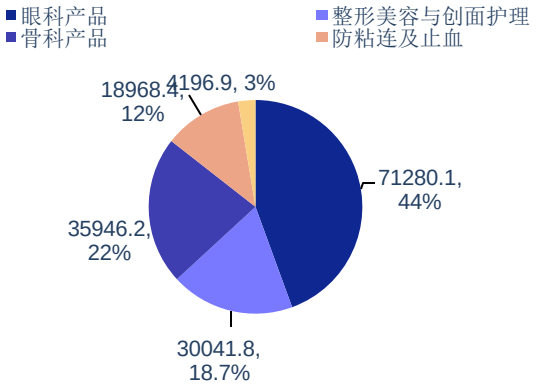
华熙自上而下切入透明质酸填充剂市场，昊海生科多医疗线齐头并进，爱美客深耕透明质酸填充剂。爱美客玻尿酸主业突出，注射用透明质酸营收占比 99%以上；玻尿酸属于华熙生物的医疗终端产品业务板块，该板块下还包括骨科注射液、眼科粘弹剂等产品；昊海生科主业涉及眼科、骨科、整形美容等四大板块，玻尿酸属于昊海生物的整形美容与创面护理业务板块，该板块下还包括重组人表皮生长因子产品（创面护理）。

图 1：华熙生物 2019 年各业务营收及占比（单位：万元）



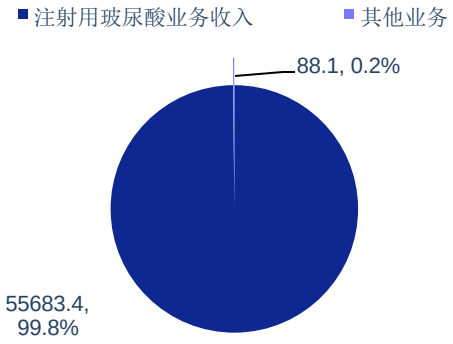
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：昊海生科 2019 年各业务营收及占比（单位：万元）



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 3：爱美客 2019 年各业务营收及占比（单位：万元）



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 1：三家公司整体业务对比

公司	主要业务	2019年占比	产品	行业地位	行业空间及增速
华熙生物	透明质酸原料	40.4%	包括医药级、化妆品级、食品级透明质酸原料和其他生物活性物质	是世界最大的透明质酸生产及销售企业	2018 年全球透明质酸原料市场规模 500 吨，预计 2019-2023 年复合增长率为 18.1%
	医疗终端产品	25.9%	骨科注射液、眼科粘弹剂、软组织填充剂	国内领先的以透明质酸为核心的医疗终端产品及功能性护肤品提供方	2018 年受监管的中国医疗美容市场规模达到 1216.7 亿元，预计 2019-2023 年复合增长率为 24.2%
	功能性护肤品	33.6%	次抛原液、各类膏霜、水乳、面膜		2019 年我国化妆品类社会零售总额 2992 亿元，预计 2018-2022 年复合增速 5.4%
昊海生科	眼科产品	44.4%	人工晶状体、视光材料、眼科粘弹剂、润眼液	全球最大的独立视光材料生产商之一，人工晶状体销量全国第一，全球第九，国内第一大眼科粘弹剂生产商	2018 年我国眼科粘弹剂市场规模 15.37 亿元，预计 2018-2023 年复合增速 11.94%
	整形美容与创面护理	18.7%	玻尿酸填充剂、外用重组人表皮生长因子	“海薇”、“姣兰”两款玻尿酸产品市场份额位居行业前列，国内第二大重组人表皮生长因子生产商	2018 年我国外用重组人表皮生长因子市场规模 6.13 亿元，预计 2018-2023 年复合增速 14.87%
	骨科产品	22.4%	骨科关节腔粘弹填充剂	国内第一大骨科关节腔粘弹补充剂产品生产商	2018 年我国骨科关节腔粘弹补充剂市场规模 19.79 亿元，预计 2018-2023 年复合增速 10.17%
	防粘连及止血	11.8%	手术防粘连剂、医用胶原蛋白海绵	第一大手术防粘连产品生产商	2018 年我国手术防粘连剂市场 5.69 亿元，预计 2018-2023 年复合增速 14.94%
爱美客	注射用透明质酸	99.8%	嗨体、逸美、逸美一加一、宝尼达、爱芙莱、爱美飞	2018 年国产医美玻尿酸市场市占率第一	2018 年受监管的中国医疗美容市场规模达到 1216.7 亿元，预计 2019-2023 年复合增长率为 24.2%

资料来源：招股说明书，公司公告，弗若斯特沙利文，标点医药，Euromonitor，国家统计局，安信证券研究中心整理

医美板块皆是三家公司未来重点发展方向之一，爱美客和华熙在营销方面相对更为重视。华熙生物未来将以原料端业务为技术支撑，重点推进 C 端业务发展，医美业务布局肉毒素领域；昊海生科未来将相对加大眼科和医美领域的投入，爱美客也布局埋线、肉毒素等医美细分领域。三家公司皆有相应产能扩张计划，相对而言，华熙和爱美客在营销布局方面动作更多。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 2：未来发展方向对比

公司	战略重点	核心方向	内生/并购
华熙生物	以研发为导向，不断巩固原料业务和药械业务竞争优势的同时，以多品牌、多渠道的策略大力推动 C 端业务转型	**扩营销**：集中优势资源合力打造“润百颜”全球透明质酸第一品牌形象，将华熙生物和“润百颜”进行强强连接。采取多品牌多渠道战略，根据品牌定位明确目标消费群体，以内容化的形式传递产品特点，以优质的传播内容增加各个领域的曝光，同时加大与头部、腰部 KOL 的深度合作，吸引更多消费者。 **扩品类**：2019 年新产品包括原料类的宠物用透明质酸、计生用透明质酸等；医疗终端业务的 3 项医疗器械批文，包括单相交联透明质酸软组织填充剂、医用透明质酸钠无菌海绵及透明质酸护创凝胶，以及终端护肤品类的多项产品。在研项目方向包括化妆品原料、动物饲料、护肤品、骨科产品、医疗器械、整形外科、食品、保健食品、酶制剂等多个方向。 **扩产能**：拟投资 27 亿元建设华熙天津透明质酸钠及相关项目、华熙生物生命健康产业园项目用于增加产能。	内生为主
昊海生科	基于不同市场需求释放节奏的不同，公司在不同阶段会有不同的发展侧重点。就目前来说，公司会相对加大在眼科和医美领域的投入。	**扩品类：**2020 年 4 月，公司取得杭州爱晶伦 55%的控股权，进一步拓展了公司在眼科产业的布局（人工晶状体）。玻尿酸领域公司致力于通过每 2~3 年推出一款差异化的产品，目前正在进行第三代产品的市场分析，第四代有机交联玻尿酸产品已处于注册检验阶段。 **扩产能**：拟投资 21.65 亿元用于“上海昊海生科国际医药研发及产业化项目”的建设，提高本集团医用透明质酸钠系列、医用几丁糖系列、外用重组人表皮生长因子等系列产品的生产能力及研发创新水平	内生+并购
爱美客	立足于生物医用材料和生物医药的研发和产品转化，把公司打造成医疗美容、外科修复以及代谢疾病治疗等领域内技术领先、产品具有国际竞争力的知名企业。	**扩产能**：拟投入 1..9 亿元用于植入医疗器械生产线 二期建设项目。 **扩品类**：新增埋植线产品“紧恋”，与韩国合作研发生产”A 型肉毒素”，另有基因重组蛋白、去氧胆酸药物等研发方向。 **扩营销**：拟投入 1.5 亿元进一步建设营销网络，在北京、成都、南京、广州、杭州、西安设立六个营销中心	内生为主

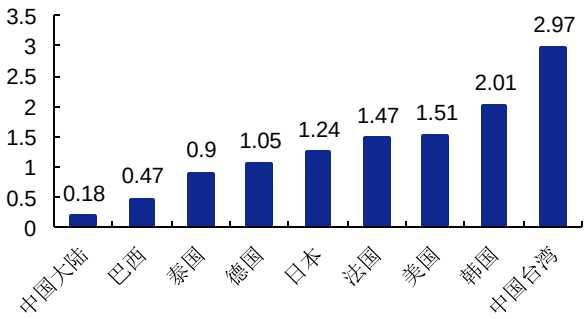
资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

2. 医美业务：技术各有千秋，华熙&爱美客产品丰富，昊海渠道协同

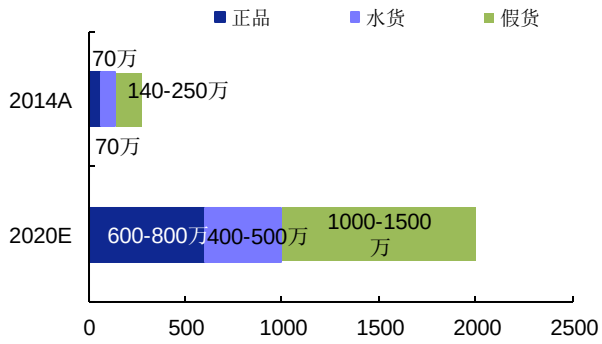
透明质酸填充剂市场规模持续扩大，正品占比不到 30%。我国玻尿酸填充市场规模持续扩大，且有较大提升空间。根据弗若斯特沙利文与南方医药经济研究所数据，2014-2018 年，我国医美玻尿酸正品市场规模从 12.1 亿元上升至 37.1 亿元，CAGR 达 32.3%。对标海外，我国透明质酸填充项目渗透率较低，提升空间大，根据 2014 年数据，中国大陆透明质酸填充项目渗透率仅为 0.18，低于日本（1.24）、法国（1.47）、美国（1.51）等发达国家及中国台湾（2.97）。此外，目前我国玻尿酸填充行业还不够规范，市场上流通着大量的假货水货，2014 年正品、水货和假货市场销量占比分别约 25%、25%和 50%。随着市场发展趋于成熟，正品市场占比有望扩大，预计 2020 年占比达 30%。

图 4：我国透明质酸填充剂渗透率较低（2014 年）



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

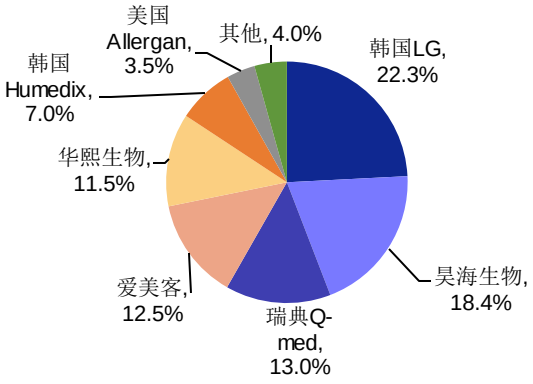
图 5：玻尿酸填充市场正品占比不到 30%（单位：ml）



资料来源：Analyst research reports，Expertinterview，Lit. search，安信证券研究中心

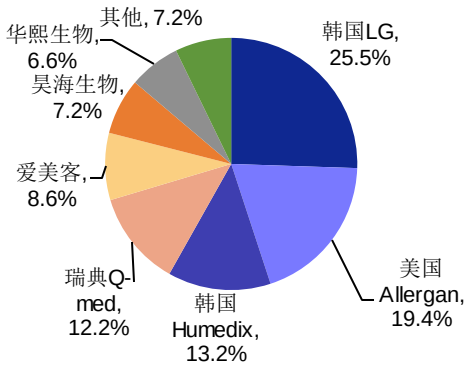
国产头部品牌市场份额相差不大，整体提升空间较大。瑞蓝等进口品牌国内获批较早，加上行业发展初期消费者对产品认知较少，偏爱进口品牌。从 2018 年市场竞争格局看，韩国 LG（旗下“伊婉”品牌）、美国 Allergan（乔纳登）、韩国 Humedix（旗下“艾莉薇”品牌）、和瑞典 med（旗下“瑞蓝”品牌）四家外国厂商占据前四大市场份额，CR4 合计占比 70.3%。爱美客、昊海生物和华熙生物分别占据 8.6%、7.2%和 6.6%的市场份额。

图 6：2018 年我国透明质酸填充销量市场竞争格局



资料来源：中为咨询，安信证券研究中心

图 7：2018 年我国透明质酸填充销售额市场竞争格局



资料来源：中为咨询，安信证券研究中心

2.1. 产品线：爱美客和华熙产品线布局更为丰富，三家均有扩品类规划

针对医美板块，昊海目前主要为玻尿酸针剂，华熙和爱美客分别还涉足水光针和埋线。华熙

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

生物围绕透明质酸原料产品线布局丰富，医美方面包括玻尿酸（软组织填充）和水光针产品线，且每个产品线都有多个品牌的产品布局。爱美客除了推出多个品牌的玻尿酸产品外，还有面部埋植线产品刚取得注册证，即将发力。昊海生科医美产品线目前仅有玻尿酸产品。

表 3：各公司医美产品线布局

公司	医美细分领域	品牌
华熙生物	玻尿酸	润百颜、润致
	水光针	润百颜、润致、润月雅
昊海生科	玻尿酸	海薇、姣兰
爱美客	玻尿酸	爱芙莱、爱美飞、嗨体、宝尼达、逸美、逸美一加一
	埋植线	紧恋

资料来源：招股说明书，公司官网，新氧，安信证券研究中心

针对透明质酸填充产品，爱美客和华熙生物的产品线更为丰富。爱美客产品线涉及纯玻尿酸、非纯玻尿酸和复合玻尿酸几种类型，华熙生物产品集中于纯玻尿酸，涉足单相/双相、含麻/不含麻、大众/中高端市场。昊海生科主要有海薇和娇兰两个品牌，2020 年新推出海魅品牌，主要定位中高端市场。

表 4：各公司注射用透明质酸钠产品对比（FY2019）

公司	品牌	通用名	功能及效果	产品特色	营收	毛利率
华熙生物	润百颜	注射用修饰透明质酸钠凝胶	适用于面部真皮组织中层至深层注射以纠正中重度鼻唇部皱纹	国内首款通过 CFDA 认证的国产交联透明质酸填充剂	2018 年 9756 万元	2018 年 95.49%
	润致	注射用修饰透明质酸钠凝胶(含利多卡因)		国内率先通过 CFDA 认证的含利多卡因的注射用修饰透明质酸钠凝胶		
昊海生科	海薇	注射用交联透明质酸钠凝胶	适用于面部真皮组织下中层至深层注射以纠正中重度鼻唇沟及鼻唇沟皱纹	主打塑形功能	2018 年 2.66 亿元	2018 年 93.26%
	姣兰	注射用修饰透明质酸钠凝胶		主打动态填充		
爱美客	爱芙莱、爱美飞	注射用修饰透明质酸钠凝胶	作用于鼻唇沟，皮肤真皮中层至深层	国内首款含利多卡因的透明质酸钠注射材料	2.24 亿元	90.2%-91.4%
	嗨体	注射用透明质酸钠复合溶液	作用于颈部，皮内真皮层	国内首款用于修复颈纹的复合注射材料	2.43 亿元	93.0%
	宝尼达	医用含聚乙烯醇凝胶微球的透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	作用于额部、鼻唇部，皮肤真皮深层至皮下浅层	国内首款含 PVA 微球的透明质酸钠注射填充剂	6750 万元	98.7%
	逸美一加一	医用透明质酸钠-羟丙基甲基纤维素凝胶	作用于额部、鼻唇部，皮肤皮下浅层至深层之间	新型针对褶皱皮肤修复的复合注射材料	2079 万元	96.4%
	逸美	医用羟丙基甲基纤维素-透明质酸钠溶液	作用于额部、鼻唇部，皮肤真皮深层至皮下浅层	国内首款透明质酸钠类注射填充剂	208 万元	96.1%

资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

表 5：各公司注射用透明质酸钠产品对比（续）

公司	品牌	获批时间	是否含利多卡因	是否复合玻尿酸	交联类型	浓度（mg/ml）	价格定位	消费群体
华熙生物	润百颜	2012	不含	否	单相	20	480-2800	大众入门型
	润致	2016	含利卡多因	是	单相、双相	20	2500-4000	中高端
昊海生科	海薇	2013	不含	是	单相	16	500-1500	大众入门型
	姣兰	2016	不含	是	双相	20	3000-4000	中端
爱美客	爱芙莱、爱美飞	2015	含利卡多因	是	-	23	2000-4000	中高端
	嗨体	2016	不含	否	-	5	750-2000	大众入门型
	宝尼达	2012	不含	否	-	10	3000-5000	中高端
	逸美一加一	2016	不含	否	-		6000-6800	中高端
	逸美	2009	不含	否	-	19	4000-6000	中高端

资料来源：招股说明书，公司公告，新氧，国家食品药品监督管理局，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

此外，各家都有自己专利的交联技术，各具特色。

表 6：交联技术各具特色

公司	品牌	交联技术	技术特点
华熙生物	润百颜	“梯度 3D 交联”技术	实现了不同交联剂轻、中、重度交联和大、中、小粒径的精准控制，可利用极少量的交联剂获得质地致密、具有不同粘弹性、内聚性、机械强度、体外酶解性和体内代谢速度的交联凝胶。
	润致	HEC(高效交联)专利技术	与国际接轨,弹性模量与粘性模量都很高。
	海薇	DVS 交联技术	可达到百分百交联,除皱塑形效果比较长久。
昊海生科	姣兰	LTDT 低温二次交联专利技术	形成更纯净、更柔软、更接近人体皮肤和组织结构的 4D 网络结构。
爱美客	爱芙莱、爱美飞、逸美一加一	固液渐变互穿交联技术	能够有效延长凝胶在体内的停留时间且降低交联剂用量

资料来源：新氧，简书，各品牌官方微博，各品牌官网，安信证券研究中心

表 7：其他应用于医美产品的核心技术对比

公司	技术名称	应用产品	技术优势
华熙生物	终端湿热灭菌技术	注射用透明质酸、骨科玻璃酸钠注射液	使产品无菌保证水平由千分之一提高至百万分之一，彻底解决该类产品终端湿热灭菌的技术难题
	微生物发酵技术	透明质酸原料	低成本生产透明质酸原料
	酶切和分子量精准控制技术	透明质酸原料	规模化生产低分子量透明质酸
昊海生科	透明质酸钠制剂制备核心技术	注射用透明质酸产品	同时掌握“鸡冠提取法”和“细菌发酵法”两种医用透明质酸钠生产工艺
爱美客	多组分复合仿基质水凝胶技术	逸美、宝尼达、逸美一加一	模仿细胞外基质，使材料具有良好的生物性。
	水密型微球悬浮制备技术	宝尼达	制得的高弹性水凝胶微粒径可控，与透明质酸钠联合使用能提高产品对皮肤的支撑力
	组织液仿生技术	嗨体	除填充效果外，还能促进胶原形成，实现改善皮肤皱纹的效果
	恒水精准切割技术	紧恋	切割的独特形态，保证了产品有效性；恒定低含水量，保证了产品的稳定性。

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

爱美客研发投入占比最高，华熙和昊海研发规模较大。昊海生科深耕医疗领域，研发队伍最强大，研发团队拥有 20 名博士；华熙研发投入最多，2019 年研发投入 1.16 亿元；爱美客研发费用率为 8.7%，为三家中最大。

表 8：研发团队和投入情况对比（FY2019）

	研发团队情况	研发投入情况
昊海生科	279 名研发人员（20 名博士），占公司总人数的 16.8%	9388.6 万元，营收占比 5.0%
华熙生物	263 名研发人员（4 名博士），占公司总人数的 19.7%	1.16 亿元，营收占比 7.2%
爱美客	72 名研发人员（4 名博士），占公司总人数的 22.9%	4856.4 万元，营收占比 8.7%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

除继续深入研发玻尿酸产品外，三家公司均有扩品类计划。华熙生物与爱美客计划进军肉毒素市场，且二者皆与韩国公司合作，预计在肉毒素领域将产生直接竞争。昊海生科的水光针产品或将与华熙生物水光针产品竞争，此外昊海生科计划沿产业链向下游扩张，或采取收购、投资等方式。爱美客计划推出的手术防粘连产品是昊海生科的传统优势领域。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 9：各公司医美业务未来发展方向及进展情况

公司	医美方向	进展
华熙生物	肉毒素	收购 Medybloom，进军肉毒素产品市场，Medybloom 主要从事肉毒素产品的研发及销售，公司希望未来肉毒素能成为医疗终端产品线的有效补充，利用公司现有国内销售渠道，快速实现推广和销售。
	面部填充	研发方向，开发用于不同注射层次和注射部位的多种型号交联透明质酸软组织填充剂；开发系列面部提升产品、面部术后修复护理产品、私密护理产品线
	玻尿酸	新型无颗粒特征的第三代玻尿酸产品已提交 NMPA 进行注册，目前已在技术审评阶段；第四代有机交联玻尿酸产品已进入注册检验阶段，运用天然产物为交联剂，多糖为主要原料，通过交联反应制备出适宜于体内注射的美容填充材料，相较于使用化学交联剂的产品，有机交联玻尿酸产品的安全性将得到明显提升。
昊海生科	水光针	自主研发的加强型水光注射剂已进入注册检验阶段
	医美设备	于 2019 年 11 月 19 日完成对美国医学美容设备公司"Recros Medica"1400 万美元的独家 A 轮投资，该公司致力于运用其专有旋转微切割技术力为患者减轻皮肤松弛并改善轮廓
	医美机构	于 2019 年 10 月，出资 300 万美元参与医美国际控股集团有限公司的 IPO 发行配售，持股 1%，医美国际是国内知名医美医院集团的鹏爱医疗美容医院的境外控股公司，也是本公司玻尿酸产品的下游直销客户之一
爱美客	玻尿酸	医用含修饰聚左旋乳酸微球的透明质酸钠凝胶预计将于 2020 年末取得产品注册证书。
	埋植线	产品“紧恋”已取得 CFDA 注册证书，即将大规模上市
	手术防粘连	医用聚羧甲基葡聚糖胺聚糖凝胶产品进入注册申报阶段
	肉毒素	与韩国 HUONS 公司合作在国内开展 A 型肉毒毒素即“瘦脸针”“临床试验和注册上市。

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2. 生产：华熙原料全为自产，产能布局最多

华熙原料满足自产同时对外销售，爱美客原料均为外购，昊海目前主要自产。华熙生物以采购包装物和生产玻尿酸精粉的原料为主，具有成本优势。昊海生科目前大部分玻尿酸精粉原料自产，曾自华熙生物采购。爱美客的玻尿酸精粉全部外购，华熙生物为其供应商之一(2019年排第三)。

表 10：玻尿酸产品主要原材料取得方式对比

公司	玻尿酸产品的主要原材料	说明
华熙生物	蛋白胨、酵母粉、葡萄糖、乙醇、针管、助推器、包装盒等	公司自产 HA 精粉
昊海生科	HA 精粉、鸡冠、注射器、针头、助推器等	公司自产 HA 精粉和向华熙生物采购 HA 精粉（2017 年公司收购青岛华元，实现 HA 粗粉自制和提纯获得精粉，2018 年公司实际耗用的外购 HA 精粉占当年耗用精粉总量的 15.13%）
爱美客	透明质酸钠、预灌封注射器、一次性使用无菌注射针	公司主要原材料均为外购，透明质酸原料供应商包括上海艾伟拓医药科技有限公司、山东众山生物科技有限公司以及华熙生物 3 家

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 11：玻尿酸产品主要原材料采购价格对比

	透明质酸钠	预灌封注射器注射器（元/支）	针头、一次性使用无菌注射针（元/支）
华熙生物	自产 8-10 元/g	-	-
昊海生科	外购 150.37 元/g	3.59	0.58
爱美客	外购 144.14 元/g	4.58	0.91

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心 注：昊海生科为 2019Q1 数据，仅披露针头类采购价

华熙生物和昊海生科针剂类总产能较爱美客更多。三者皆提出了扩产能方案，其中华熙生物的针剂类产能布局最为丰富。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 12：玻尿酸产品产能情况对比

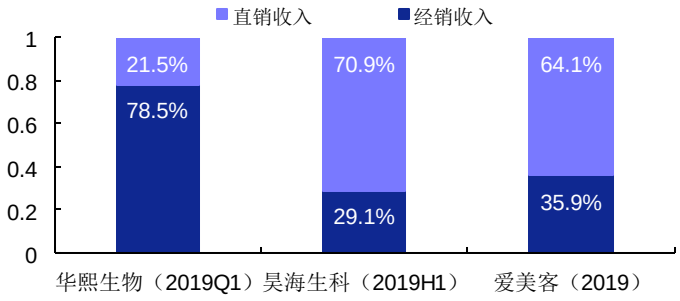
	产能情况	未来产能布局
华熙生物	2019 年透明质酸原料产能 320 吨/年（2019 年），2018 年医疗终端针剂产能 400 万支（包括注射用透明质酸、骨关节注射液、眼科黏弹等产品）	天津项目将新增透明质酸原料产能 952 吨/年，预计 2020 年 Q1 进入投产期；济南产业园项目将新增医疗针剂产品 10000 万支/年，预计 2021 年 Q2 进入投产期
昊海生科	2018 年产能 1200 万支/年（包括其它注射用透明质酸凝胶、其它玻璃酸钠产品等，2018 年注射用透明质酸凝胶销量为 103 万支）	上海松江项目新增整形美容用医用透明质酸钠产能 400 万支/年，预计 2023 年末投产
爱美客	2019 年产能 168.28 万支/年	新增产能合计 360.71 万支/年：爱芙莱产能 127.87 万支/年，嗨体产能 220.87 万支/年，逸美产能 10.33 万支/年，宝尼达产能 1.64 万支/年

资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

2.3. 销售：华熙经销维持高位，爱美客经销占比缓慢提升，昊海依托原有渠道

在玻尿酸产品销售方面，华熙生物以经销渠道为主，昊海生科和爱美客则以直销渠道为主。但爱美客的经销占比稳步提升，从 2016 年的不到 20%提升至 2019 年的 36%，带动销售额快速增长。营销方面，华熙生物的营销推广立足于华熙学院，爱美客则提出了为下游医疗机构提供从产品到服务的全面解决方案，营销手段多样化。昊海生物原本眼科、骨科等产品与医美产品渠道方面有一定协同性，资源上具备协同作用。

图 8：玻尿酸产品销售渠道占比



资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

表 13：销售渠道对比

公司	销售模式	客户情况	销售团队	销售网络覆盖情况
华熙生物	以经销为主	-	销售人员 507 人，占公司总人数的 30.5%	主要采用经销商模式，覆盖全国的目标市场及部分国际市场
昊海生科	以直销为主	2018 年医美直销客户 922 家，经销客户 72 家，合计 994 家	销售人员 342 人，占公司总人数的 25.6%	直销队伍已经覆盖了包括上海、北京、广东、山东、湖南、浙江、四川等重点市场的重点三甲医院及大型民营连锁医疗机构，逾 2000 名经销商组成网络覆盖全国所有省、直辖市及自治区
爱美客	以直销为主	2000 家客户	销售人员 115 人，占公司总人数的 36.5%	以北京为中心，覆盖全国 31 个省、市、自治区的销售网络

资料来源：安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

表 14：营销手段对比

公司	营销手段
华熙生物	建立专业的医学市场支持团队，成立华熙学院，定期对临床医生和患者进行学术研讨、培训等，协助进行市场拓展。
昊海生科	针对玻尿酸品牌建立了独立的专业化营销团队，通过针对医疗机构、医生、消费者的多维度服务，努力提升消费体验、打造品牌特质，引领消费群体生活方式，以提升产品的黏附性和生命力。
爱美客	为下游医疗机构提供从产品到服务的全面解决方案：产品视频资料和物资制作、举办产品发布会、制定营销方案、举办产品培训会、举办区域交流会、参加展会、广告投放、运营推广官网、微信公众号、微博等媒体

资料来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.4. 小结：华熙和爱美客产品线更强，昊海渠道资源更丰富

华熙生物的优势在于在纯玻尿酸领域的产品线丰富布局，且业务涉及上中下游，原料自产在成本方面具备优势；爱美客产品线不仅有纯玻尿酸产品，在复合玻尿酸和非纯玻尿酸领域独具风骚，且积极布局埋线和童颜针；昊海生科医美渠道可与其他业务起到一定协同作用，渠道基础更好，也有更多产品线布局。

表 15：医美业务的竞争优势对比

	华熙生物	昊海生科	爱美客
产品线	产品线布局基本包含纯玻尿酸各品类	目前主要有海薇、娇兰和海魅三个品牌	产品线覆盖纯/非纯/复合玻尿酸
研发	研发投入大	研发投入大	研发投入占比高
采购	玻尿酸原料自产，具有成本优势	玻尿酸原料主要自产	玻尿酸原料全部外购
渠道	以经销渠道为主	以直销渠道为主，与原有医疗业务协同	以直销渠道为主
营销	以华熙学院形式营销，同时在终端产品方面重点打造润百颜品牌	建立了独立的专业化营销团队，针对医疗机构、医生、消费者提供多维度服务	销售团队人数超三分之一，为下游医疗机构提供从产品到服务的全面解决方案
产能	有扩产能计划	有扩产能计划	扩产后，产能将达现有产能的 3.1 倍
小结	原料商成本优势+润百颜品牌优势	多产品线研发优势	玻尿酸主业突出+营销优势

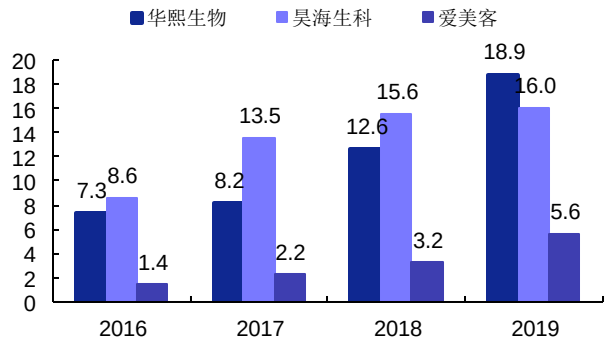
资料来源：安信证券研究中心整理

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

3. 财务对比：华熙生物体量最大，爱美客医美线增速最高

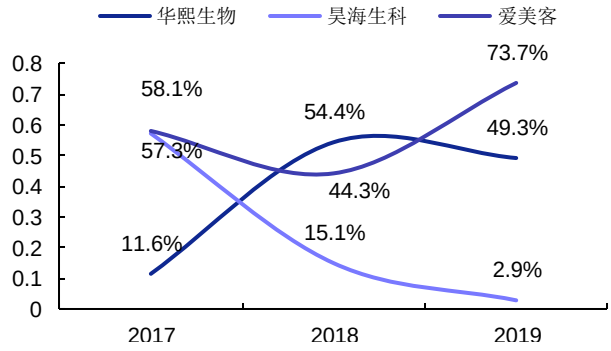
华熙生物近年来重点布局终端产品市场，医疗终端产品和功能性护肤品销售收入实现较快增长，营收和业绩赶超昊海生物居三家第一；爱美客受益于下游医美市场的高速成长以及产品获得市场认可，近三年营收和业绩均保持高速增长，增速亮眼；昊海生科业务线较多，在医美领域受到市场竞争影响业绩下滑，2019 年业绩有所承压。

图 9：营业收入对比（单位：亿元）



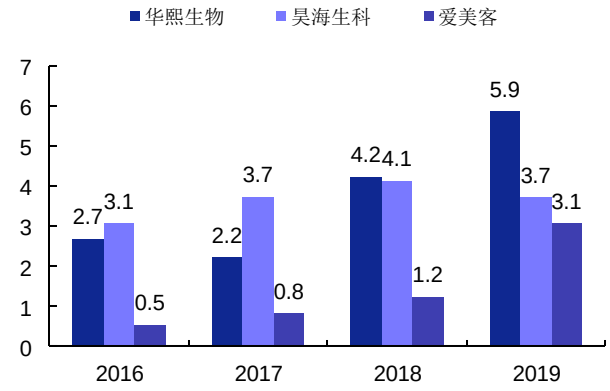
资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图 10：营业收入 YoY 对比



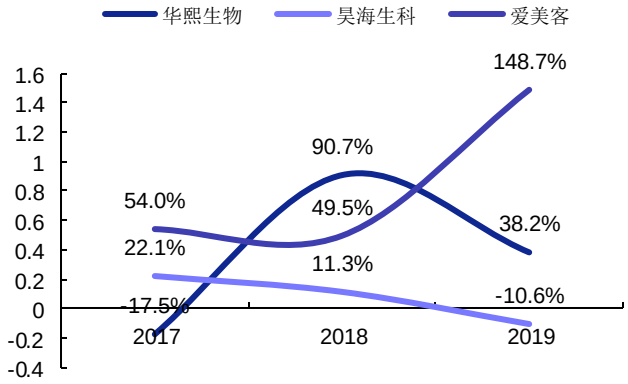
资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图 11：归母净利润对比（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图 12：归母净利润 YoY 对比



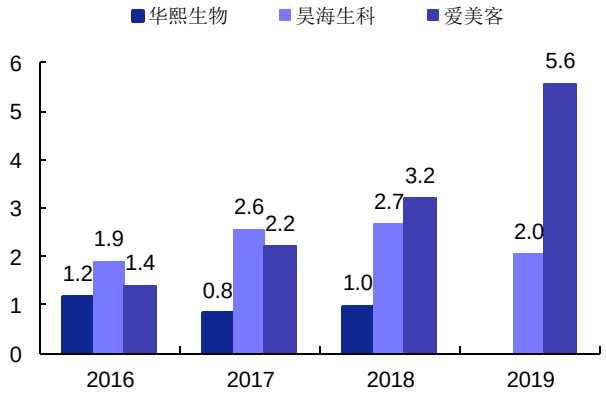
资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

仅从注射用透明质酸钠产品收入来看，爱美客坚持主业，营收稳步增长，华熙生物近三年发力终端业务增速明显改善，昊海生科 19 年增速有所承压。

图 13：玻尿酸填充产品营业收入对比（单位：亿元）

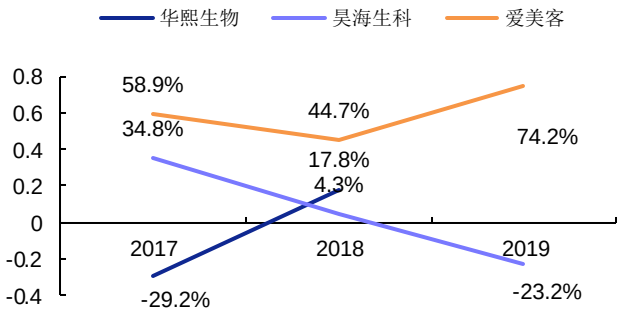
图 14：玻尿酸填充产品营业收入 YoY 对比

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。



资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

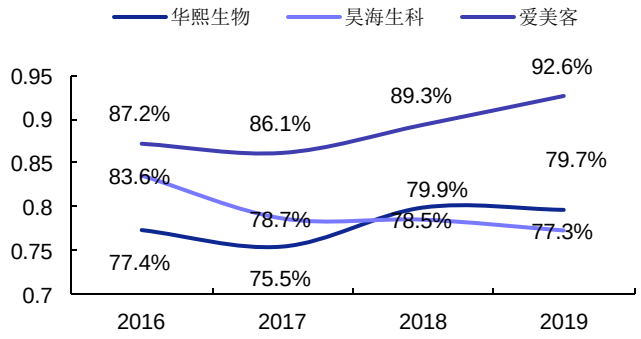
注：华熙生物玻尿酸披露口径仅包括“润百颜”、“润致”品牌境内销售产品（不含 0.5 ml 规格产品），2019 年仅披露 Q1 数据为 0.4 亿元



资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

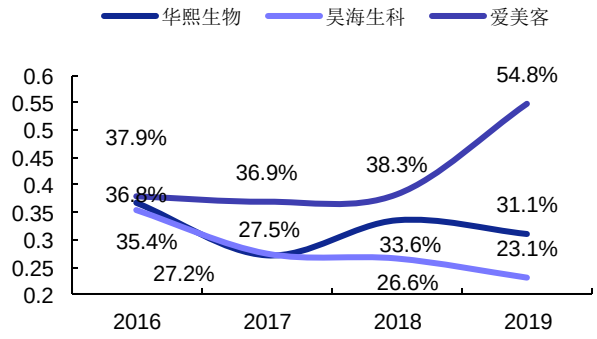
爱美客毛利率水平和净利率水平均最高，且保持向上态势。爱美客盈利能力较强主因产品复合玻尿酸占比较高，且近年来适用增值税税率降低，不含税价格上升，同时原材料成本和费用产生规模效应。华熙生物近两年毛利率和净利率水平都有提升，反超昊海生科位居第二。昊海生科受到产品售价因市场竞争加剧、公立医院招标价格持续下降影响而降低，同时公司人力成本、制造费用等相关成本上升的双重影响导致毛利率略微承压。

图 15：毛利率对比



资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图 16：归母净利率对比

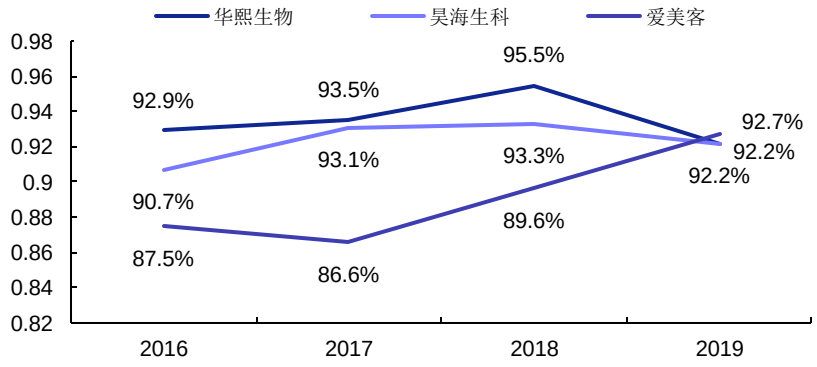


资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

仅从注射用透明质酸产品的毛利率来看，三家公司毛利率均保持在较高水平，华熙生物和昊海生科均具有原料自产优势，而爱美客近些年由于不含税价格上涨和规模效应毛利率水平逐渐提高。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

图 17：玻尿酸填充产品毛利率对比

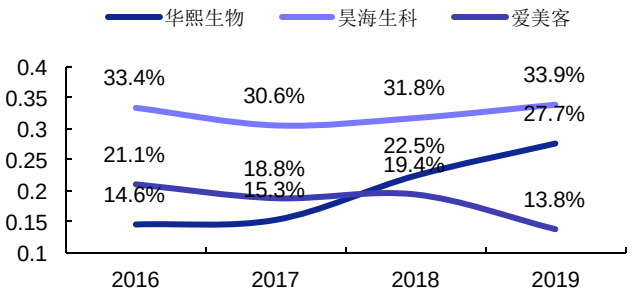


资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

注：华熙生物玻尿酸披露口径仅包括“润百颜”、“润致”品牌境内销售产品（不含 0 .5 ml 规格产品），2019 年仅披露 Q1 数据，昊海生科 2019 年仅披露 H1 数据

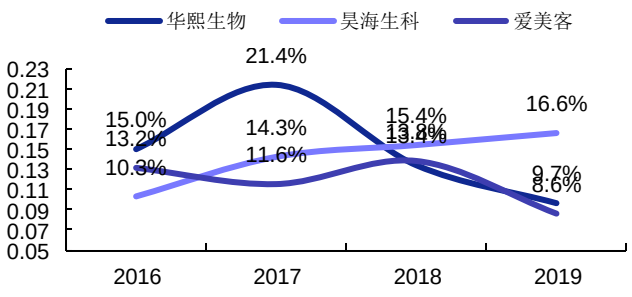
华熙生物发力终端业务，近两年销售费用率提升较高。爱美客业务仅向经销商和医院客户，销售费用率较低，同时发力研发，研发费用率最高。爱美客和华熙生物管理效率提升，管理费用率下降。昊海生科销售和管理费用率均在较高水平。三家公司的财务费用率均处于较低水平。

图 18：销售费用率对比



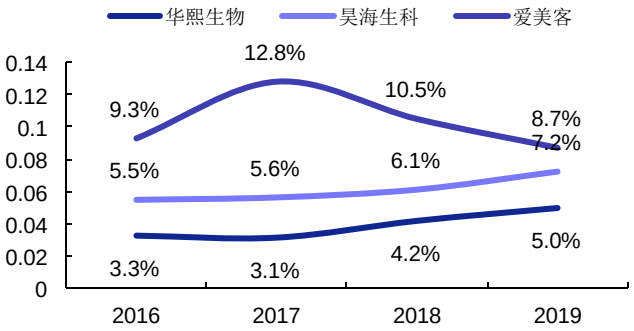
资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图 19：管理费用率对比



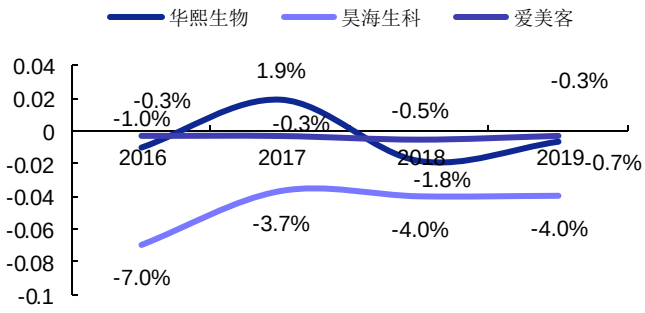
资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图 20：研发费用率对比



资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图 21：财务费用率对比

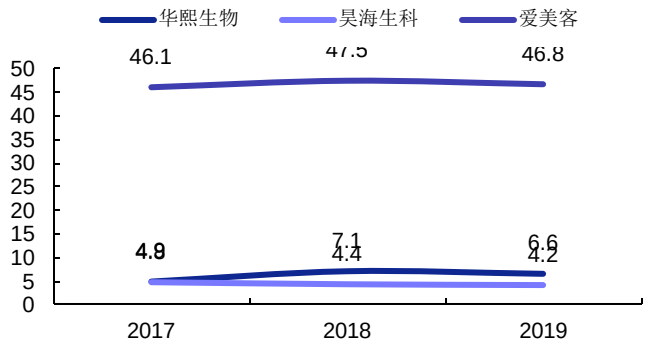


资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

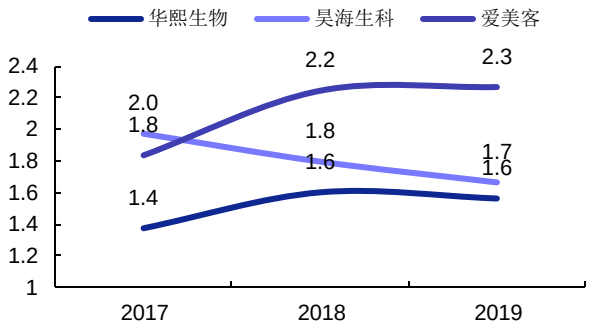
爱美客应收账款周转率和存货周转率均最高，回款质量和运营效率高于同行。昊海生科存货周转率有略微下滑态势，华熙生物营运能力基本稳定。

图 22：应收账款周转率对比



资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

图 23：存货周转率对比



资料来源：招股说明书，公司公告，安信证券研究中心

4. 投资建议

华熙生物为全球玻尿酸原料龙头企业，并以透明质酸为主线延伸上下游布局，医美板块产品线丰富，且近年来发利营销，继续重点推荐！爱美客专注于医美领域，透明质酸产品线不仅有纯玻尿酸产品，在复合玻尿酸和非纯玻尿酸领域独具风骚，且积极布局埋线和童颜针，近年来增速和规模大幅提升；昊海生科深耕医疗业务，医美渠道可与其他业务起到一定协同作用，渠道基础更好，也有更多产品线布局，建议关注爱美客、昊海生科。

表 16：行业核心标的估值（数据截至 2020 年 9 月 1 日）

股票代码	公司名称	最新市值（亿元）	收入（亿元）				归母净利（亿元）				PE	
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E
688363.SH	华熙生物	679.7	18.9	23.2	31.5	41.8	5.9	7.1	9.4	12.4	95.5	72.0
688366.SH	昊海生科	203.7	16.0	15.4	19.2	22.5	3.7	3.3	4.6	5.4	61.4	44.6
A17233.SZ	爱美客	-	5.6	-	-	-	3.1	-	-	-	-	-

资料来源：Wind，安信证券研究中心

注：昊海生科盈利预测为 Wind 一致预测。

5. 风险提示

1）新技术替代风险；

2）经销商管理风险；

3）行业监管风险等。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ **销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： **深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层**

邮　编： 518026

上海市

地　址： **上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层**

邮　编： 200080

北京市

地　址： **北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层**

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。